



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
University Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2012

---

## **Behavioural Biases - Vorsicht, Falle!**

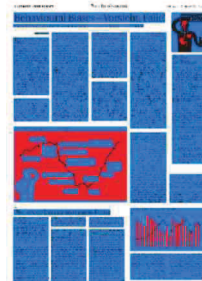
Hens, Thorsten

Other titles: Warum sich Investoren oft ver- und überschätzen - Das süsse Gift der Gewinne trüben die Urteilsskraft

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich  
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-62494>  
Newspaper Article

Originally published at:

Hens, Thorsten. Behavioural Biases - Vorsicht, Falle! In: Finanz und Wirtschaft, 25 May 2012, 16.



# Behavioural Biases – Vorsicht, Falle!

Serie (Teil 1) – Warum sich Investoren oft ver- und überschätzen  
– Das süsse Gift der Gewinne trübt die Urteilskraft

THORSTEN HENS

*Das Verhalten des typischen Privatanlegers*



Quelle: BHFS Behavioural Finance Solutions / Grafik: FuW, br

Is auf den Mann im Spiegel, den ich jeden Morgen sehe, habe ich noch nie jemanden getroffen, der an der Börse Geld verloren hat. Im Gegenteil: Eine Erfolgsgeschichte nach der anderen wird mir zugetragen. Meine Studenten wurden reich mit Apple, meine Frau mit Gold, und manche Kollegen haben sogar griechischen Obligationen verdient. Schaut man aber systematisch auf die Performance von Privatinvestoren, so ist die Evidenz eher ernüchternd.

Wie Studien des US-Finanzanalysehauses Dalbar zeigen, erreichen Privatanleger nur selten die Rendite eines breit

diversifizierten Index, wie zum Beispiel des MSCIWorld. Was ist los? Lügen wir bei Geldanlagen? Nicht unbedingt. Viele Studien belegen, dass sich Privatinvestoren gar nicht bewusst sind, dass sie schlechter anlegen als der Markt. Sie tappen in psychologische Fallen (Behavioural Biases), merken es aber nicht, da sie ihr Anlageergebnis nicht systematisch messen.

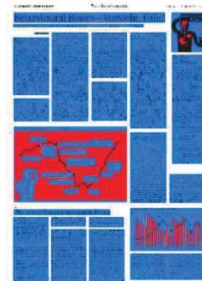
## Auf der Achterbahn

Basierend auf vielen tausend Konten von US-Privatanlegern haben die kalifornischen Professoren Brad Barber und Terry Odean ein typisches Verhalten festgestellt

der von ihnen beschriebene Zyklus in drei Phasen: die Investitions-, die Verlust- bzw. Crash- und die Erholungsphase.

Meist werden Privatanleger durch eine ungewöhnliche Kursbewegung auf eine Investitionsmöglichkeit aufmerksam, da sie mit grosser Sicherheit in den Medien kommentiert wird. Oft glaubt man zu früh, einen Trend entdeckt zu haben. Daniel Kahneman, der für seine psychologischen Erkenntnisse 2002 den Wirtschaftsnobelpreis erhalten hat, nennt diese Falle das Gesetz der kleinen Zahlen.

Uns ist aus der Schule das Gesetz der



grossen Zahlen bekannt. Wer eine Münze lange genug wirft, wird beobachten, dass Kopf und Zahl ungefähr gleich häufig fallen. Leider meint man oft, dass diese Übereinstimmung von relativer Häufigkeit mit der Wahrscheinlichkeit auch schon in kleinen Stichproben gilt. Das führt dazu, dass Investoren bereits nach kurzen Sequenzen guter Renditen glauben, die Welt habe sich grundlegend zum Besseren gewandelt.

Auch in der Titelauswahl unterliegen wir psychologischen Fallen. Wir treffen Freunde, die von den Apple-Aktien schwärmen, und jedermann und jedefrau kann sich von der Qualität der Produkte selbst überzeugen: iPods, iPads und iPhones sind allgegenwärtig. Es liegt also nahe, nichts verpassen zu wollen und die Aktien ebenfalls zu kaufen.

Barber und Odean finden in ihrem Artikel «All that Glitters», dass Privatanleger eher Titel kaufen, die in den Medien erwähnt werden. Ein systematischer Vergleich von «Glitzer»-Aktien mit solchen, die nach fundamentalen Kriterien ausgesucht werden (Value- oder Substanzwerten), zeigt allerdings, dass langweilige Titel die bessere Investition sind.

Nach dem Kauf beginnt das Hoffen und Bangen. Selbstverständlich hängt der Kursverlauf sehr vom Zufall ab. Aus psychologischer Sicht ist aber entscheidend, wie man damit umgeht. Der Optimist sieht in jeder Kurssteigerung eine Bestätigung seiner Entscheidung, und Kursverluste tut er mit der Bemerkung ab, es sei Pech oder die Korrektur notwendig.

Der Skeptiker denkt bei jeder Aufwärtsbewegung, dass er Glück gehabt hat, und wenn der Kurs sinkt, ärgert er sich doppelt, denn im Grunde hatte er ja gar nicht kaufen wollen. Man kann sich leicht vorstellen, dass deshalb Pessimisten nicht lange investiert bleiben – es sei denn, sie sind masochistisch veranlagt.

## Optimisten führen

So dominieren am Aktienmarkt tendenziell die Optimisten. Sie investieren nicht

selten nach dem Prinzip Hoffnung, legen etwa in vermeintlich bahnbrechende neue Technologien an, die hohen Gewinn versprechen, auch wenn die Wahrscheinlichkeit klein ist. Dieses Verhalten kennt man von Sportwetten, es wird Favorite Long Shot Bias genannt. Wer dem folgt, wettet immer auf die Aussenseiter – leider geht vergessen, dass die Wahrscheinlichkeit eines Aussenseitersiegs die Höhe des Gesamteinsatzes im Durchschnitt zunichtemacht. Statistisch betrachtet ist es sinnvoller, eher auf die Favoriten zu setzen. Besonders interessant ist das typische Anlegerverhalten, wenn die Kurse fallen. Die erste Reaktion ist Nachkaufen. Das beruht auf dem sogenannten Ankereffekt. Der Einstandspreis ist ein psychologischer Anker. Sinken die Kurse darunter, erscheint ein Titel wie das Sonderangebot im Supermarkt günstig. Häufig wird bei weiteren Kursverlusten nachgedoppelt. Der Drang, den Wertverlust mit Nachkaufen und der Hoffnung auf den Turnaround zu kompensieren (Get-Evenitis), führt dazu, dass immer mehr riskiert wird.

Doch bis zu einer Wende kann es lange dauern, die finanzielle Risikofähigkeit ist oft früher erschöpft. Ziemlich sicher aber ist die psychologische Risikofähigkeit ermattet. Wenn ein Anleger trotz Zukauf weiter verliert, kommen Zweifel auf (vgl. Grafik). Er sucht Hilfe von aussen und bricht schliesslich die Investition ab.

Schauen wir zurück auf den Kaufentscheid, wird deutlich, dass zum Investitionszeitpunkt das Aufwärtspotenzial über- und die psychologische Risikofähigkeit unterschätzt wurde. Es ist ein typisches und weit verbreitetes Muster: Steigen die Märkte, werden die Anleger zu selbstsicher, sie leiden am Overconfidence Bias. Das süsse Gift der Gewinne trübt schnell unsere Urteilsfähigkeit.

Die dritte und letzte Phase unserer Fallstudie ist der Rebound. Natürlich kann man auch die Erholung nicht im Voraus bestimmen, jedoch wird sie wahrscheinlicher,

je tiefer die Kurse fallen. Aktien werden immer günstiger, die Dividendenrendite übersteigt die Obligationenrendite, und irgendwann ist der Markt überverkauft. Wohl dem, der jetzt noch handlungsfähig ist.

## Gegen die Natur handeln

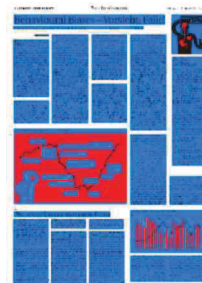
Der typische Privatanleger wird von der Wende ebenso überrascht wie vom Crash. Wird die Erholung dann durch einen fortgesetzten Aufschwung bestätigt, investiert er wieder, obschon die Kurse schon kräftig gestiegen sind. Die Aussage «ich wusste die ganze Zeit, dass der Markt sich erholen wird» ist ein Beweis mehr, dass man im Nachhinein immer klüger ist. Es handelt sich um den sogenannten Rückschaufehler (Hindsight Bias), der deshalb problematisch ist, weil er uns hindert, aus Fehlern zu lernen.

Der typische Privatanleger kauft deshalb, wenn die Kurse hoch sind, und verkauft, wenn sie niedrig sind (vgl. Grafik unten). Auf Dauer verbrennt er so viel Geld. Der wesentliche Grund dafür liegt darin, dass das menschliche Verhalten durch Millionen von Jahren von der Evolution an unsere natürliche Umwelt angepasst wurde. Die Art und Weise, wie wir auf Finanzmärkten interagieren (sollen), ist aber ganz und gar nicht natürlich. Wir können keinen unserer für die Natur angepassten Sinne gewinnbringend einsetzen und bewegen uns an den Finanzmärkten in einem komplexen System, das wir nur partiell verstehen.

Wir sind von Natur aus «adaptive Lerner». Was gut ging, setzen wir fort, was schlecht war, meiden wir. Am Finanzmarkt ist es eher besser, gegen den Strom zu schwimmen, sich also nicht von der Herde der Anleger mitreissen zu lassen.

.....  
Thorsten Hens ist Swiss-Finance-Institute-Professor und Leiter des Instituts für Banking und Finance an der Universität Zürich sowie Partner von Behavioural Finance Solutions (BhFS).





## Die Serie im Überblick

Würden sich Anleger rein rational verhalten, wären die Finanzmärkte wohl effizient oder zumindest weniger schwankungsanfällig als in den letzten Jahren. Dass für die Preisbildung und die Marktdynamik die **Psychologie** eine grosse Rolle spielt, ist kein Geheimnis. Gleichwohl wird ihr Einfluss oft unterschätzt oder verdrängt. **Prof. Thorsten Hens** füllt diese Lücke. Er befasst sich mit der Irrationalität der Anleger und erforscht ihr Verhalten und das Funktionieren der Märkte unter **evolutionstheoretischen, psychologischen und neurologischen Gesichtspunkten**.

In einer Serie von «Finanz und Wirtschaft» berichtet Hens über seine jüngsten Erkenntnisse, typische Anlegerfehler und die Lehren daraus. In der Ausgabe vom vergangenen Mittwoch (FuW Nr. 39 vom 16. Mai) führte er ins Thema ein. Die wichtigsten Aspekte der **Behavioural Finance** und ihre Anwendung in der Praxis beleuchtet er ab heute in wöchentlichem Abstand jeweils in der Mittwochausgabe. Der typische Anlegerzyklus macht den Auftakt, gefolgt von fünf weiteren Teilen mit dem Inhalt:

**Teil 2:** Kulturelle Unterschiede, oder sind wir in Geldfragen alle gleich?

**Teil 3:** Das passende Risikoprofil – wie identifizieren und umsetzen.

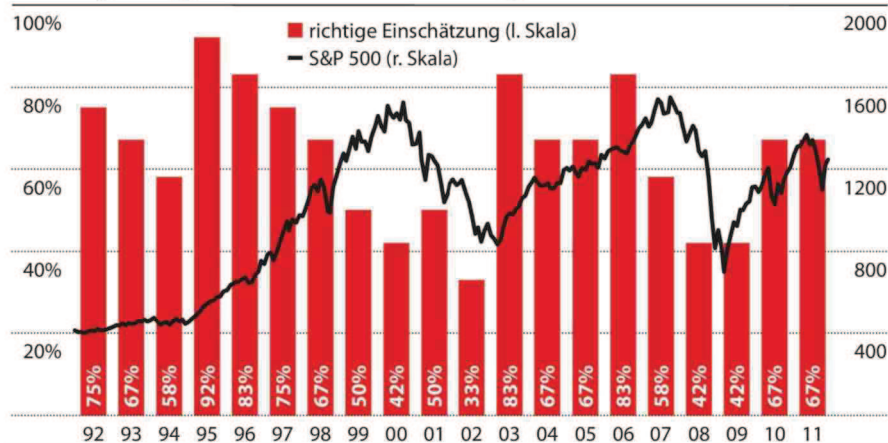
**Teil 4:** Neurofinance – was Investoren von der Hirnforschung lernen können.

**Teil 5:** Die Medien und der Finanzmarkt – ausgleichend oder aufschaukelnd?

**Teil 6:** Marktanomalien und die Frage: Value oder Momentum?



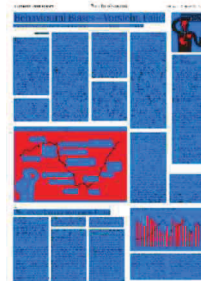
### Wie oft liegen Investoren richtig?



Quelle: Dalbar-Studie 2012 / Grafik: FuW, rm

Eine Grafik der Studie 2012 des Bostoner Finanzanalysehauses Dalbar zeigt, was die Verhaltensökonomie und landläufige Beobachtungen schon länger feststellen: **Die meisten Anleger handeln zyklisch.** Im Aufschwung mag die Rechnung aufgehen, mit sinkender Wahrscheinlichkeit, je höher die Kurse klettern. Im **Abschwung** hingegen ist es tückisch, dem Markt zu folgen. Die meisten Anleger verkaufen in der Baisse zu spät. Das belegen die Jahre 2000

bis 2002 und 2006 bis 2006. Als die Kurse einbrachen, lag klar **mehr als die Hälfte der Investoren falsch**. Aus der Grafik geht auch hervor, dass der «typische» Investor noch Titel abstösst, **wenn die Börse bereits gedreht hat**. Er verpasst so die lukrativste Phase der Erholung. Selbstverständlich ist man im Nachhinein klüger. Der **antizyklisch** handelnde Anleger beugt dem vor. Er kauft im Abschwung günstig und verkauft in der Hausse teuer. **HF**



## Über weitere Irrtümer und mentale Konten

Die in der Grafik skizzierte Fallstudie fördert viele Behavioural Biases oder Wahrnehmungsverzerrungen zutage. Jedoch behandelt sie nicht die Fehler, die bei der **Zusammenstellung des Portfolios** auftreten. Studien zeigen immer wieder, dass **Privatanleger unterdiversifiziert** sind, ihr Aktienportefeuille zum Beispiel aus nur wenigen Positionen besteht. Zudem gibt es die Tendenz, nationalistisch anzulegen, also zu wenig international zu diversifizieren.

Seit fünf Jahren untersuche ich einmal jährlich die **Anlageempfehlungen**, die Banken in der Schweiz ihren Kunden geben. Ich habe noch kaum eine negative Empfehlung zu Nestlé gesehen und kein Portfolio, in dem diese Titel fehlen.

Ausserdem führen viele Privatanleger **mentale Konten** – sie machen in Gedanken Unterschiede, die es gar nicht gibt. So wird häufig zwischen Buchgewinnen oder -verlusten und realisierten Gewinnen und Verlusten unterschieden, mit der Folge, dass Aktien **im Gewinn zu früh** und **im Verlust zu spät verkauft werden**. Die Überführung eines Buch- in einen realen Gewinn macht Freude, während man vor dem Schritt, aus einem Buchverlust einen realen zu machen, zurückscheut. Dieser Bias heisst in der Literatur Dispositionseffekt.

Eine zweite Form der mentalen Konten betrifft die Unterscheidung von Geld, das aus Einlagen kommt, und dem, das **am Finanzmarkt gewonnen wird**. An der Börse verdientes Geld, auch House Money genannt, wird oft viel leichtfertiger riskiert als die Einlagen, die in den meisten Fällen Ersparnisse sind. Mentale Konten führen also dazu, dass **ein Franken nicht ein Franken**

ist – eine gefährliche Sichtweise.

Ebenfalls sind wir geneigt, mentale Konten für Gewinne und für Verluste **getrennt** zu führen. Auch da ist gedanklich das Verhältnis nicht eins zu eins, ganz im Gegenteil. **Nobelpreisträger Kahneman** hat herausgefunden, dass 1000 Fr. Verlust durch mindestens 2000 Fr. Gewinn kompensiert werden müssen, damit die mentale Balance wiederhergestellt ist. Diese klare Asymmetrie heisst **Verlustaversion**. Investoren mit grosser Verlustaversion schrecken vor vielen Anlagechancen zurück. Sie leiden am kuzfristigen Auf und Ab der Börse so stark, dass es besser für sie wäre, wenn sie nur nach längeren Halteperioden kontrollierten, wie es mit den Anlagen steht.

Viele Fallen treten in der **Beurteilung des Anlageerfolgs** auf. Stark verlustaverse Investoren sollten nicht zu detailliert auf ihren Kontoauszug schauen, da sie dann auf Titalebene zu viele Minuspositionen finden, die auf der Ebene von Anlageklassen häufig durch Gewinne kompensiert werden. Zudem gilt es zu bedenken, dass die meisten von uns **ihre Investitionsentscheidungen nicht allein treffen**. Wohl dem, der einen Anlageberater hat. Nicht, dass dieser immer richtigläge, aber so hat man wenigstens jemanden, dem man die Schuld für schlechte Entscheide geben kann, während man die guten sich selbst zuschreibt und, wie eingangs erwähnt, gerne weitererzählt.

Das Diagnostiktool von BhFS (Login erhältlich über fuw@bhfs.ch) zur Entdeckung von Behavioural Biases hilft, viele Anlagefehler zu verhindern. Es ersetzt aber nicht den im Haupttext oben erwähnten morgendlichen Blick in den Spiegel.

HE